

## 泽璟制药 (688266)

证券研究报告  
2024 年 05 月 08 日

## 2023 年业绩基本稳定，2024 年多个产品有望达成重要节点

## 事件

公司公布了 2023 年年报，2023 年营业收入 3.86 亿元，同比增长 27.83%；归母净利润为-2.79 亿元，同比减亏 39.08%；扣非归母净利润-3.49 亿元，同比减亏 29.52%。

公司发布 2024 年一季报公告，营业收入为 1.08 亿元，同比基本持平；归母净利润为-0.39 亿元，同比减亏 30.98%；扣非归母净利润为-0.43 亿元，同比减亏 33.51%。

## 公司降本增效提升经营效率，稳步发展

2023 年，多纳非尼为公司唯一上市销售品种，全年销售额 3.84 亿元。2023 年的总费用率为 193.69%，同比下降 70.32pt；其中销售费用率 64.82%，同比下降 10.50pt；管理费用率 4.29%，同比下降 24.28pt。公司在收入增长的同时，成功降低成本，主要由于其建立了更有效的营销体系，精益高效运营，经营效率提升。

2024 年第一季度，研发投入总额为 0.84 亿元，同比减少 8.21%。总费用率为 140.01%，同比下降 16.0 pt；其中研发费用率 77.92%，同比下降 7.08pt，研发成本下降。公司本季度经营性现金流净额为 0.89 亿元，同比增长 390.88%。

## 2024 年有望实现 3 款产品上市销售，早研平台多个候选药物有望取得进展

重组人凝血酶是中国市场首个完成并获批的同类产品，于 2023 年 12 月 26 日正式获得上市许可。该产品在生物安全性及凝血活性方面表现优于国内市场的现有的其它外科用生物止血制剂，有效填补了国内在此领域的产品空白，满足临床需求。同时，远大生命科学（辽宁）有限公司于 2023 年被正式授权为该产品在大中华区的独家市场推广服务商，凭借其在围术期管理和止血治疗领域的多年耕耘，该公司在药品入院和销售策略方面积累了丰富的实践经验，有助于实现产品的快速市场准入及广泛覆盖。

2022 年 10 月，用于治疗中高危骨髓纤维化的杰克替尼上市申请被受理。此外，杰克替尼片的部分适应症（如重症斑秃、中重度特应性皮炎和强直性脊柱炎等自身免疫病）已经开始三期临床试验。

此外，重组人促甲状腺激素 III 期临床试验成功。我们预计早研平台多个候选药物有望于 2024 年获得初步有效性数据，包括针对 PD-1/TIGIT 双特异性抗体 ZG005 和针对 VEGF/TGF- $\beta$  的双功能抗体融合蛋白 ZGGS18 等。其中 ZG005 和 ZGGS18 在 2024 年 ASCO 会议上均准备披露数据，ZG005 将披露 I 期扩展试验的结果。

## 盈利预测与投资评级

考虑到多纳非尼放量增长较缓，重组人凝血酶为首年销售，杰克替尼暂未上市，我们将公司 2024、2025 年收入由 8.58、16.77 亿元下调至 6.58、10.91 亿元。考虑到 2025 年收入下调幅度较大，我们将 2025 年归母净利润由 2.74 亿元下调至 0.33 亿元。我们预计公司 2026 年收入和归母净利润分别为 17.05 和 2.98 亿元。考虑到公司研发后期的品种有望陆续获批上市兑现商业化价值以及研发平台孵化的创新品种有望陆续披露临床有效数据，维持“买入”评级。

**风险提示：**销售放量不及预期，研发进度不及预期，政策变动风险

## 投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	55.62 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	264.71
流通 A 股股本(百万股)	264.71
A 股总市值(百万元)	14,723.07
流通 A 股市值(百万元)	14,723.07
每股净资产(元)	6.02
资产负债率(%)	48.44
一年内最高/最低(元)	60.11/33.20

## 作者

杨松 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

曹文清 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110523120003  
caowenqing@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《泽璟制药-季报点评:商业化产品数量逐渐增多，抗体平台研发储备充分》 2023-11-24
- 《泽璟制药-半年报点评:营收符合预期，重组人凝血酶和杰克替尼进展顺利》 2023-08-29
- 《泽璟制药-首次覆盖报告:初具 biopharma 规模，2023 年多个品种有望持续兑现》 2023-07-09

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	302.31	386.44	658.26	1,091.39	1,705.09
增长率(%)	58.81	27.83	70.34	65.80	56.23
EBITDA(百万元)	19.83	146.53	(203.16)	50.46	330.88
净利润(百万元)	(457.77)	(278.58)	(205.25)	32.85	298.36
增长率(%)	1.50	(39.14)	(26.32)	(116.01)	808.19
EPS(元/股)	(1.73)	(1.05)	(0.78)	0.12	1.13
市盈率(P/E)	(32.16)	(52.85)	(71.73)	448.17	49.35
市净率(P/B)	19.39	9.02	10.31	10.07	8.37
市销率(P/S)	48.70	38.10	22.37	13.49	8.63
EV/EBITDA	474.32	85.81	(66.12)	270.30	39.98

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	797.05	2,109.64	1,120.02	903.26	1,361.41	营业收入	302.31	386.44	658.26	1,091.39	1,705.09
应收票据及应收账款	88.99	101.14	188.56	332.68	468.54	营业成本	26.16	29.21	49.76	71.59	111.84
预付账款	40.80	46.25	315.68	13.66	540.10	营业税金及附加	1.37	1.02	2.13	3.79	5.32
存货	98.98	110.85	302.53	204.75	636.93	销售费用	227.69	250.49	300.82	424.55	659.87
其他	265.95	152.45	199.74	226.77	239.57	管理费用	86.34	16.56	63.19	70.94	81.84
<b>流动资产合计</b>	<b>1,291.75</b>	<b>2,520.34</b>	<b>2,126.53</b>	<b>1,681.12</b>	<b>3,246.55</b>	研发费用	497.73	496.33	504.23	542.42	588.25
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(13.64)	(14.87)	(29.22)	(27.39)	(30.66)
固定资产	109.21	98.29	81.80	65.31	48.82	资产/信用减值损失	(1.97)	(1.62)	(2.46)	(2.02)	(2.03)
在建工程	86.67	135.83	135.83	135.83	135.83	公允价值变动收益	2.63	8.73	13.38	28.38	28.38
无形资产	91.03	69.27	47.42	25.56	3.71	投资净收益	3.95	5.96	6.99	5.63	6.19
其他	89.64	63.48	78.16	67.42	59.90	其他	(42.39)	(107.58)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>376.56</b>	<b>366.87</b>	<b>343.21</b>	<b>294.11</b>	<b>248.25</b>	<b>营业利润</b>	<b>(485.56)</b>	<b>(297.78)</b>	<b>(214.75)</b>	<b>37.49</b>	<b>321.16</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,668.31</b>	<b>2,887.21</b>	<b>2,469.74</b>	<b>1,975.23</b>	<b>3,494.80</b>	营业外收入	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
短期借款	390.79	795.16	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.40	1.31	3.27	2.33	2.30
应付票据及应付账款	151.72	137.73	682.36	193.57	1,246.41	<b>利润总额</b>	<b>(487.95)</b>	<b>(299.08)</b>	<b>(218.01)</b>	<b>35.17</b>	<b>318.87</b>
其他	186.39	202.28	249.86	210.70	362.14	所得税	(2.01)	(3.95)	(2.88)	0.46	4.21
<b>流动负债合计</b>	<b>728.91</b>	<b>1,135.18</b>	<b>932.22</b>	<b>404.27</b>	<b>1,608.55</b>	<b>净利润</b>	<b>(485.95)</b>	<b>(295.13)</b>	<b>(215.13)</b>	<b>34.70</b>	<b>314.66</b>
长期借款	50.09	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(28.18)	(16.55)	(9.89)	1.85	16.30
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(457.77)</b>	<b>(278.58)</b>	<b>(205.25)</b>	<b>32.85</b>	<b>298.36</b>
其他	101.55	107.19	106.91	105.21	106.44	每股收益(元)	(1.73)	(1.05)	(0.78)	0.12	1.13
<b>非流动负债合计</b>	<b>151.64</b>	<b>107.19</b>	<b>106.91</b>	<b>105.21</b>	<b>106.44</b>						
<b>负债合计</b>	<b>880.82</b>	<b>1,242.37</b>	<b>1,039.13</b>	<b>509.48</b>	<b>1,714.99</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	28.37	11.98	2.10	3.95	20.25	<b>成长能力</b>					
股本	240.00	264.71	264.71	264.71	264.71	营业收入	58.81%	27.83%	70.34%	65.80%	56.23%
资本公积	2,222.29	3,353.01	3,353.01	3,353.01	3,353.01	营业利润	5.78%	-38.67%	-27.89%	-117.46%	756.67%
留存收益	(1,700.33)	(1,978.91)	(2,184.16)	(2,151.31)	(1,852.95)	归属于母公司净利润	1.50%	-39.14%	-26.32%	-116.01%	808.19%
其他	(2.84)	(5.95)	(5.04)	(4.61)	(5.20)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>787.49</b>	<b>1,644.84</b>	<b>1,430.61</b>	<b>1,465.75</b>	<b>1,779.81</b>	毛利率	91.35%	92.44%	92.44%	93.44%	93.44%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,668.31</b>	<b>2,887.21</b>	<b>2,469.74</b>	<b>1,975.23</b>	<b>3,494.80</b>	净利率	-151.43%	-72.09%	-31.18%	3.01%	17.50%
						ROE	-60.30%	-17.06%	-14.37%	2.25%	16.96%
						ROIC	-384.41%	-197.17%	-124.36%	7.16%	75.88%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	52.80%	43.03%	42.07%	25.79%	49.07%
						净负债率	-37.13%	-76.04%	-74.30%	-57.43%	-73.08%
						流动比率	1.77	2.22	2.28	4.16	2.02
						速动比率	1.64	2.12	1.96	3.65	1.62
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	3.99	4.07	4.54	4.19	4.26
						存货周转率	4.01	3.68	3.18	4.30	4.05
						总资产周转率	0.18	0.17	0.25	0.49	0.62
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	-1.73	-1.05	-0.78	0.12	1.13
						每股经营现金流	-1.40	-0.88	-0.75	-0.75	1.62
						每股净资产	2.87	6.17	5.40	5.52	6.65
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	-32.16	-52.85	-71.73	448.17	49.35
						市净率	19.39	9.02	10.31	10.07	8.37
						EV/EBITDA	474.32	85.81	-66.12	270.30	39.98
						EV/EBIT	-287.87	121.10	-55.63	1,125.85	45.22

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com